

PATRYCJA BĄK*, ROMAN MAGDA**, TADEUSZ WOŹNY**

Analiza możliwości wykorzystania sekurytyzacji aktywów w górnictwie węgla kamiennego

Słowa kluczowe

Górnictwo węgla kamiennego, sekurytyzacja aktywów, spółka specjalnego przeznaczenia, spółka węglowa

Streszczenie

W artykule przedstawiono analizę możliwości wykorzystania sekurytyzacji aktywów w górnictwie węgla kamiennego na przykładzie spółki AAA S.A. Sekurytyzacja aktywów stanowi nowe źródło finansowania działalności przedsiębiorstw na rynku kapitałowym.

Wprowadzenie

W niniejszej pracy, drugiej z podjętego cyklu prezentującego wyniki badań nad problematyką oceny wpływu sekurytyzacji aktywów na kształtowanie się wybranych wskaźników finansowych (Bąk, Magda, Woźny 2006), dokonano analizy możliwości wykorzystania sekurytyzacji aktywów w górnictwie węgla kamiennego na przykładzie spółki AAA S.A. Spółka AAA S.A. jest największą firmą górniczą w Europie, jej struktura obejmuje 17 kopalń oraz 5 zakładów, a zdolność wydobywcza wynosi ponad 50% produkcji węgla kamiennego w Polsce.

W celu przybliżenia techniki sekurytyzacji zdefiniowano jej pojęcie oraz przedstawiono możliwości wykorzystania w spółce z sektora węgla kamiennego. Zaproponowano program realizacji nowej techniki finansowej — sekurytyzacji aktywów w spółce AAA S.A.

* Mgr, ** Prof. dr hab. inż., *** Dr inż., Wydział Górnictwa i Geoinżynierii AGH, Kraków.

1. Pojęcie sekurytyzacji aktywów

Istota procesu sekurytyzacji polega na wyodrębnieniu puli aktywów charakteryzujących się niskim stopniem płynności, a następnie wyemitowaniu na ich podstawie papierów wartościowych i wprowadzeniu ich do obrotu na rynku kapitałowym, przez co stają się one instrumentem płynnym (Sierpińska, Wędzki 1999) Ten wyodrębniony pakiet wierzytelności musi spełniać określone warunki — wierzytelności powinny być możliwie homogeniczne, np. pula tylko i wyłącznie kredytów hipotecznych i mieszkaniowych, a jednocześnie powinny być możliwie zdywersyfikowane i pochodzić od wielu dłużników. Spłata emitowanych papierów wartościowych jest ściśle uzależniona od wpływów generowanych przez sekurytyzowane aktywa — zaspokojenie roszczeń inwestorów musi następować z wpływów z tytułu zaspokajania roszczeń wynikających z tych wierzytelności lub związanych z nimi zabezpieczeń.

Sekurytyzacja to pozabilansowa metoda pozyskiwania kapitału na cele inwestycyjne i obrotowe polegająca na przekształceniu wyodrębnionych aktywów przedsiębiorstwa w papiery wartościowe, które mogą stać się przedmiotem obrotu, a w konsekwencji zostać upłynnione na środki gotówkowe.

Celem sekurytyzacji jest pozyskanie finansowania przez spółki, które albo poszukują alternatywnych źródeł finansowania o konkurencyjnym koszcie, albo nie są już w stanie pozyskiwać dalszych kapitałów obcych ze względu na zbyt wysoki ich udział w pasywach. Zastosowanie sekurytyzacji aktywów jest szczególnie korzystne w przypadku firm posiadających, w wyniku dokonywanej sprzedaży, znaczne należności regulowane przez odbiorców w dłuższych terminach. Utrzymywanie takich należności może być wymuszone przez rynek i konkurencję i może powodować kłopoty z płynnością firmy. W takim przypadku sekurytyzacja wierzytelności może być dobrym rozwiązaniem problemu płynności (Janik 2001).

Mechanizm sekurytyzacji polega na tym, że inicjator wyodrębnia pulę jednorodnych aktywów prezentujących prawa do mających nastąpić w przyszłości płatności (są to wierzytelności, jakie widnieją po stronie aktywów bilansu). Inicjatorem sekurytyzacji jest przedsiębiorstwo, któremu przysługują aktywa poddawane sekurytyzacji. Inicjator wszczyna sekurytyzację poprzez uformowanie puli owych aktywów (podmiotami inicjującymi program sekurytyzacji mogą być banki, firmy leasingowe, przedsiębiorstwa lub sektor publiczny). Aktywa te przekazuje lub sprzedaje stworzonej w tym celu Spółce Specjalnego Przeznaczenia, inaczej Spółce Celowej (SPV — Special Purpose Vehicle, SPC — Special Purpose Company), która jest wyodrębnioną prawnie jednostką.

Następnie Spółka Celowa emituje papiery wartościowe na rynku kapitałowym, które bazują na puli aktywów nabytych od Inicjatora. Aby były one atrakcyjne dla inwestorów, specjalistyczne agencje ratingowe nadają im wystandaryzowane oceny. Środkami pozyskanymi ze sprzedaży emitowanych papierów płaci ona Inicjatorowi za zakupione aktywa. Spółka Celowa nie pozostaje w zależnościach właścicielskich z Inicjatorem, dzięki czemu istnieje bezpieczeństwo transakcji poprzez oddzielenie ryzyka związanego z potencjalną

egzekucją aktywów Inicjatora od ryzyka wyemitowanych papierów wartościowych. Dodatkowo zobowiązania Spółki Celowej nie obciążają Inicjatora jako pierwotnego wierzyciela.

Spółka Celowa nie zajmuje się niczym innym poza nabywaniem aktywów i emisją papierów wartościowych bazujących na tych aktywach oraz wykonywaniem zobowiązań wobec inwestorów, nie występuje zatem ryzyko związane z prowadzeniem innej działalności gospodarczej; spółka nie jest obciążona finansowaniem innych aktywów niż nabyte od Inicjatora.

Następnie aktywa (wierzytelności) są zamieniane na gotówkę wraz ze spłatą zadłużenia przez dłużników i przekazywane (zwykle poprzez Agenta Usługowego organizującego transakcję sekurytyzacji) Spółce Celowej. Ta zaś z otrzymanych środków dokonuje inwestorom spłaty kapitału wraz z należnym oprocentowaniem, a także dokonuje opłaty za ubezpieczenie transakcji.

Aktywa nadające się do procesu sekurytyzacji muszą spełniać następujące kryteria:

- wierzytelności zostaną spłacone w pełnej kwocie w ustalonym terminie,
- dłużnicy mają wysoką wiarygodność,
- należności niespłacone w terminie mają niski udział,
- kwoty i terminy płatności są łatwe do zaplanowania,
- istnieje dywersyfikacja aktywów, np. pod względem geograficznym,
- aktywa mają przeciętny okres wymagalności dłuższy niż rok.

Przedmiotem sekurytyzacji są:

1. Wierzytelności przyszłe.

Wierzytelnościami przyszłymi są wierzytelności, które w chwili ich przeniesienia nie istnieją, ale które mają powstać w przyszłości. Możliwość przeniesienia takich wierzytelności dopuszcza zarówno doktryna obca, jak i polska. Szczególnie doktryna niemiecka dopuszcza możliwość rozporządzania wierzytelnościami przyszłymi z uwagi na wiążące się z tym korzyści praktyczne (w tym przede wszystkim przelew dla zabezpieczenia). W doktrynie polskiej zdaje się również przeważać uzasadnione stanowisko o dopuszczalności takiego przelewu.

2. Wierzytelności z umów wzajemnych.

Wierzytelności te są związane z takimi aktywami jak należności z tytułu okresowych dostaw energii elektrycznej, tj. wtedy, gdy po stronie uprawnionego leży dodatkowo obowiązek świadczenia (np. obowiązek dostarczania energii itd.). W związku z brakiem ustawowej definicji wierzytelności w doktrynie panuje spór co do dopuszczalności zbycia wierzytelności z umów wzajemnych. Zasadnicza wątpliwość opiera się na konstrukcji umów wzajemnych, z której część prawników wyprowadza wniosek, iż zmiana osoby wierzyciela jest możliwa wyłącznie w drodze jednoczesnego zawarcia umowy przelewu wierzytelności i przejęcia długu.

3. Wierzytelności w zobowiązaniach o charakterze trwałym.

Jeżeli realizacja ma formę świadczenia jednorazowego o charakterze ratalnym, to zakres przedmiotu zbycia obejmuje wierzytelność o spełnienie całego świadczenia oraz

wypływające z wiarytelności bazowej uprawnienie do żądania spełnienia poszczególnych rat. Inna sytuacja występuje w przypadku zbywania wiarytelności, które wynikają z czynności prawnych mających za przedmiot świadczenia okresowe. W związku z tym, że w konstrukcji wiarytelności o świadczenie okresowe występuje uprawnienie do spełnienia całości świadczenia oraz poszczególnych świadczeń okresowych, zachodzi pytanie, czy te prawa mogą być przedmiotem obrotu. Uprawnienia te są bytami względnie samoistnymi, a więc nie ma powodów, dla których można byłoby postawić tezę o niedopuszczalności ich obrotu.

Proces sekurytyzacji pozwala zwiększać efektywność zarządzania finansami w firmie przez optymalizację wykorzystania kapitału, przyspieszenie przepływów pieniężnych i zwiększenie przychodów, a także przez zróżnicowanie źródeł finansowania, ograniczanie ryzyka kredytowego oraz ograniczenie kosztu pozyskiwanego kapitału (Jaroński 2000; Ludwicki 2003).

2. Strategia rozwoju spółki AAA S.A. na najbliższe lata

W walce o rynek, o klienta, nadrzędny jest wspólny interes całego przedsiębiorstwa, a nie partykularne zyski poszczególnych kopalń, stąd wyznaczane zadania produkcyjne dla kopalń powinny być optymalne dla całej firmy.

Produkowany przez spółkę węgiel musi spełniać w maksymalnym stopniu oczekiwania odbiorców oraz być konkurencyjny na rynku. Co ważniejsze, produkt musi być atrakcyjny dla każdej grupy odbiorców.

Spółka przygotowała więc strategię, której realizacja pozwoli na utrzymanie wiodącej pozycji na krajowym rynku węglowym, jak i znaczącej pozycji na rynku międzynarodowym.

Wśród najważniejszych celów strategicznych jest uzyskanie dodatniego wyniku finansowego z działalności gospodarczej, uzyskanie płynności finansowej i oddłużenie spółki, zdobycie mocnej i stabilnej pozycji na rynku, poprawa jakości produktu handlowego (co może pociągać za sobą np. wzrost ceny). Do strategicznych zadań zaliczono m.in. dostosowanie wielkości wydobycia do potrzeb rynku krajowego i ekonomicznie uzasadnionego eksportu, odbudowę źródeł finansowania działalności gospodarczej, stworzenie możliwości dalszego wzrostu efektywności funkcjonowania kopalń, a także osiągnięcie wielkości zatrudnienia adekwatnego do wielkości produkcji i zapewnienie bezpieczeństwa socjalnego pracowników.

Poza celami strategicznymi przygotowano także tzw. cele cząstkowe, wśród których ważną pozycję zajmują przekształcenia strukturalne. Zaliczono do nich dostosowywanie struktury rzeczowych aktywów trwałych kopalń, zakładów i spółek zależnych AAA S.A. do realizowanych zadań produkcyjnych, dostosowywanie struktury organizacyjnej kopalń i zakładów w kierunku umożliwiającym poprawę efektywności zarządzania i obrotu aktywami trwałymi niewykorzystywanymi w działalności produkcyjnej. Dużą rolę przypisano współ-

pracy z samorządami terytorialnymi i innymi przedsiębiorcami w zakresie zagospodarowywania rzeczowych aktywów trwałych, niewykorzystywanych w działalności produkcyjnej kopalń, aktywizujących gospodarczo tereny gmin górniczych.

Swoje działania spółka podzieliła na kilka tzw. obszarów funkcjonalnych. W obszarze marketingowym zaplanowano podpisanie długoterminowych umów kupna—sprzedaży węgla, stworzenie sieci dystrybucji węgla i składów opałowych, zwiększenie sprzedaży węgla koksowego w kraju, do krajów UE i poza jej terytorium oraz stałą poprawę jakości obsługi klienta.

W kolejnym obszarze — produkcji węgla i ochronie środowiska, założono zmniejszenie kosztów produkcji, produkowanie węgla zgodnie z normami i warunkami stawianymi przez odbiorców, likwidację najmniej efektywnych ogniw produkcyjnych, upraszczanie struktury przestrzennej kopalń. Zaplanowano również wzrost koncentracji produkcji, ograniczenie eksploatacji podziemowej, zwiększenie wydajności pracy, poprawę bezpieczeństwa pracy i realizację działań proekologicznych, skutkujących minimalizacją niekorzystnego oddziaływania na środowisko.

W innym ważnym obszarze, jakim są zasoby ludzkie, AAA S.A. przewidziała ukształtowanie takiego poziomu zatrudnienia, który zapewni racjonalne wykorzystanie zdolności i umiejętności zawodowych pracowników i pozwoli na wzrost wydajności pracy.

Następny kluczowy obszar to finanse. Spodziewana jest więc poprawa zdolności płatniczej, uzyskanie płynności finansowej i osiągnięcie zdolności kredytowej, do roku 2010 przewidziano zakończenie procesu restrukturyzacji finansowej. Firma planuje osiągnięcie zysku na wszystkich rodzajach swej działalności, zabezpieczenie pełnej obsługi finansowej poprzez współpracę z instytucjami kapitałowymi oraz pozyskiwanie zewnętrznego kapitału na inwestycje rozwojowe, w tym ekologiczne, efektywnościowe i jakościowe. Ważne jest także zmniejszenie kosztów działalności.

Ostatni obszar to organizacja i zarządzanie, w którym do najważniejszych zadań zaliczono wypracowanie sprawnej struktury organizacyjnej, koncentrację działań gospodarczych (integracja przedsięwzięć) i koncentrację kapitału, działanie według zasad Systemu Zarządzania Jakością zgodnego z wymaganiami normy ISO 9001:2001. Inne konieczne warunki to zapewnienie warunków współdziałania z otoczeniem i adaptacji do reguł gry rynkowej, utrzymanie poprawnych stosunków z otoczeniem zewnętrznym, a także prowadzenie wspólnej dla wszystkich kopalń polityki inwestycyjnej, zatrudnieniowej i płacowej.

W efekcie przyjętych do realizacji przedsięwzięć nastąpi przemodelowanie struktur organizacyjnych i potencjału produkcyjnego, przynoszące wzrost sprzedaży węgla koksowego zarówno w kraju, jak i w eksporcie, natomiast w pozostałych segmentach rynku systematyczny spadek oraz zaniechanie produkcji miałów energetycznych gorszej jakości.

Utrzymanie się wysokich cen zbytu i dobra koniunktura na sprzedaż węgla będą rzutować na wyniki spółki AAA S.A. w perspektywie najbliższych lat.

3. Możliwości wykorzystania sekurytyzacji w górnictwie węgla kamiennego (spółce AAA S.A.)

W wyniku sezonowości sprzedaży węgla w zakładach górniczych powstają jego zapasy. Są one wynikiem rytmicznego wydobycia węgla, prowadzącego do relatywnej obniżki jednostkowych kosztów gotowości, a zatem i do obniżki kosztów wydobycia. Jako zasób majątkowy zapasy muszą być finansowane. Finansowanie ich kredytami bankowymi może prowadzić do nadmiernych kosztów finansowych i niedoboru kapitału na przygotowanie wydobycia w przyszłych okresach. Dodatkowo banki w Polsce niechętnie finansują górnictwo ze względu na ryzyko i spore wahania koniunkturalne. Stąd na finansowanie bieżącej działalności operacyjnej zakłady górnicze powinny poszukiwać najtańszych źródeł finansowania, aby nie powiększać kosztów. Należy zatem przyrzeć się rozwiązaniom sekurytyzacyjnym i ocenić, czy można je zastosować w spółkach węglowych. Najistotniejszą kwestią staje się wyodrębnienie pakietu aktywów do sekurytyzacji. W zasadzie można przyjąć trzy rozwiązania (Sierpińska 4/2005c):

- utrzymać węgiel na składach w kopalniach i ponosić koszty utrzymywania i zabezpieczenia jego zapasów;
- sprzedąć węgiel z opustem sezonowym uwzględniając wartość pieniądza w czasie, co oznacza, że opust w cenie przy sprzedaży w czerwcu musi być wyższy niż we wrześniu. Nastąpi wówczas konwersja zapasów węgla na gotówkę, która pozwoli na utrzymanie płynności finansowej, jednak opusty cenowe spowodują ubytek przychodów ze sprzedaży. Trzeba jednak pamiętać, że przy wykorzystaniu opustów sezonowych nie uda się sprzedać wszystkich zapasów węgla z okresu wydobycia letniego;
- sprzedać węgiel z odroczonym terminem płatności 3—4-miesięcznym, czyli do czasu, w którym odbiorcy kupowaliby węgiel. Powstaną wówczas spore należności. Musiałyby być one zabezpieczone, aby ograniczyć ryzyko ich utraty w przypadku niewypłacalności wierzyciela.

Każde z tych rozwiązań pociąga za sobą określone koszty. Utrzymanie zapasów węgla wymaga kapitału potrzebnego na finansowanie bieżącego wydobycia przy braku bieżących wpływów w wyniku niższej sprzedaży poza sezonem konsumpcji. Sprzedaż z opustem cenowym prowadzi do ubytku przychodów ze sprzedaży. W rzeczywistości ubytek przychodów ze sprzedaży spowodowany opustami sezonowymi stanowi koszt pozyskania tą drogą kapitału. W rachunku opłacalności proponowanego rozwiązania należy traktować je na równi z kosztami pozyskania środków z innych alternatywnych źródeł finansowania. W trzecim rozwiązaniu przy sprzedaży węgla z odroczonym terminem płatności powstaną należności, które muszą być finansowane tak jak każdy zasób majątkowy.

Do finansowania zapasów powstających przy równomiernym — bez względu na poziom zużycia węgla — wydobyciu bądź należności powstających w wyniku dłuższego niż zwykle kredytowania odbiorców węgla, spółka potrzebuje kapitałów. Wydaje się, że można by je

pozyskać poprzez sekurytyzację. Zarówno zapasy węgla jak i należności spełniają warunki, jakim powinny odpowiadać sekurytyzowane aktywa. Mogą to być przyszłe wpływy należności od odbiorców węgla bądź wpływy ze sprzedaży węgla w sezonie grzewczym. Sprzedaż zapasów węgla w sezonie grzewczym obarczona jest jednak wyższym ryzykiem rynkowym (ceny, popyt, konkurencja) niż sekurytyzacja należności ze sprzedaży węgla z odroczonym terminem płatności. Stąd emisje papierów zabezpieczonych na zapasach generować będą wyższe koszty kapitału niż emisje zabezpieczone na należnościach.

Sekurytyzacja wtórna w spółkach węglowych może mieć charakter zarówno operacji bilansowej, jak i pozabilansowej. W sekurytyzacji bilansowej aktywa pozostaną w bilansie spółki węglowej i będą refinansowane zabezpieczonymi na nich papierami dłużnymi. Najszersze spektrum korzyści spółka może osiągnąć w przypadku wykorzystania techniki pozabilansowej, czyli poza strukturami bilansu. W takim przypadku musiałby nastąpić transfer aktywów ze spółki na rzecz SPV w drodze ich faktycznej sprzedaży, a więc z przeniesieniem praw własności na SPV, czyli podmiotu specjalnego przeznaczenia. Oznacza to, że całe ryzyko związane z sekurytyzowanymi aktywami zostałoby przeniesione ze spółki węglowej na ten podmiot. Wydaje się, że podmiot specjalnego przeznaczenia kupiłby zapasy węgla pod warunkiem, że byłby on zakontraktowany, co dawałoby gwarancję zbytu. Lepszym rozwiązaniem byłaby więc sekurytyzacja należności ze sprzedanego węgla z odroczonym terminem płatności. Koszty utrzymania zapasów węgla byłyby przeniesione na nabywców. Jednak, aby zainteresować ich wcześniejszym zakupem można by zastosować opusty cenowe pokrywające zmienne koszty utrzymania zapasów. Podmiot specjalnego przeznaczenia zakupiłby wierzytelności od spółki węglowej i wyemitował papiery dłużne o takim okresie zapadalności jak okres zwrotu zakupionych wierzytelności. Ze względu na ryzyko terminowego spływu wierzytelności, powstanie potrzeba zastosowania zabezpieczeń pozwalających na utrzymanie płynności wyemitowanych papierów. Zabezpieczeń takich mogą udzielić różne instytucje finansowe, gdyż ryzyko nie jest już związane ze spółką węglową, lecz z podmiotem specjalnego przeznaczenia. Wraz z uruchomieniem procedury sekurytyzacyjnej swoją rolę mogą odegrać również banki, gdyż brak jest dotychczas instytucji finansowych specjalizujących się w procedurach sekurytyzacyjnych.

Naprzeciw potrzebom rozwoju procesów sekurytyzacyjnych w gospodarce polskiej, a zatem i w górnictwie wychodzi nowa ustawa o funduszach inwestycyjnych obowiązująca od 1 lipca 2004 roku. Dopuszcza ona tworzenie funduszy sekurytyzacyjnych (Ustawa o funduszach inwestycyjnych z dnia 27 maja 2004 r.) stanowiących szczególną formę funduszy zamkniętych, dotychczas w Polsce nieznanych. Głównym zadaniem funduszy sekurytyzacyjnych, podobnie jak wszystkich innych funduszy inwestycyjnych, jest gromadzenie kapitału i lokowanie go w określone ustawowo aktywa majątkowe. W porównaniu jednak ze zwykłymi funduszami zamkniętymi, fundusze sekurytyzacyjne mają limitowane możliwości lokowania aktywów. Nie mogą udzielać kredytów, gwarancji, poręczeń, ale mogą zaciągać pożyczki na takich samych zasadach jak inne fundusze zamknięte. Fundusze sekurytyzacyjne będą specjalizować się w skupowaniu i obracaniu niespłaconymi wierzy-

telnościami. Istotą ich działania jest to, iż inwestują one w wierzytelności lub prawa do świadczeń z tytułu określonych wierzytelności. Wierzytelności nabywane są od podmiotów zwanych inicjatorami sekurytyzacji. Fundusze te mogą zatem kupować również należności od spółek węglowych. Ich sytuacja jest niezależna od położenia inicjatora, a ryzyko upadłości jest wyeliminowane, gdyż FS nie prowadzą odrębnej działalności gospodarczej (nie mają zdolności upadłościowej). Oferta papierów wartościowych emitowanych przez FS jest bogata i elastyczna. Są one najlepszym pośrednikiem przy sekurytyzacji na polskim rynku, ale mogą znaleźć również zastosowanie na rynku zagranicznym.

4. Proponowany program sekurytyzacji dla spółki AAA S.A.

Celem strategicznym analizowanej firmy AAA S.A. jest pozyskanie środków na spłatę zadłużenia oraz finansowanie bieżącej działalności operacyjnej. Specyfika branży górniczej uzasadnia taką strategię i powoduje, iż rozpoczęto poszukiwania mechanizmów pozwalających na usprawnienie zarządzania płynnością finansową. Konieczność wprowadzenia nowych mechanizmów podyktowana jest znacznymi opóźnieniami w zapłatach przez dłużników i spowodowane tym zaburzenia płynności.

W fazie poprzedzającej sekurytyzację należy dokonać szczegółowych badań bieżącej sytuacji finansowej producentów węgla, struktury kapitałowej i wariantów jej zmian. Analiza prawnych aspektów umów handlowych oraz ocena finansowych zmian w historii rozrachunków z odbiorcami węgla (podmiotami energetyki zawodowej) pozwoli wyselekcjonować pulę należności aktywów. Wyniki analiz pozwolą ocenić możliwości pozyskania środków poprzez emisję na rynku krajowym lub eurowalutowym oraz dokonać ostatecznego wyboru agenta emisji, przyjmując za główne kryteria koszt uruchomienia i obsługi bieżącej transakcji, usługi w postaci konsultacji ratingowej i przygotowania do nadania oceny ryzyka inwestycyjnego związanego z wyemitowanymi papierami, promocji transakcji oraz informowania inwestorów o programie.

Po przeprowadzeniu analizy finansowej badanego przedsiębiorstwa AAA S.A. proponuje się wdrożenie programu sekurytyzacji.

Cele programu sekurytyzacji zdefiniowano następująco:

- poprawa płynności finansowej przedsiębiorstwa,
- zapewnienie dodatkowego źródła finansowania działalności gospodarczej,
- zmiana struktury bilansu.

Z uruchomieniem programu sekurytyzacji wiąza się czynności przygotowawcze, do których zalicza się:

- wybór banku jako partnera w organizacji i prowadzeniu programu,
- stworzenie umów programu,
- utworzenie nowej spółki prawa handlowego (Special Purpose Vehicle),
- stworzenie procedur działania programu,
- wdrożenie rozwiązań informatycznych wspierających czynności w ramach programu.

Sekurytyzacja aktywów jest w Polsce zjawiskiem nowym, stąd doświadczenia w tym zakresie posiadają nieliczne banki np. BRE BANK S.A., BPH PBK, WestLB, Pekao S.A., Bank Handlowy. Bank jako zleceniobiorca zobowiązuje się do:

- wyboru kancelarii prawnej,
- przygotowania memorandum informacyjnego,
- czynnego udziału w postępowaniu, którego celem jest nadanie emitowanym papierom dłużnym ratingu przez agencję ratingową,
- dołożenie wszelkich starań do uruchomienia gwarancji nabycia papierów dłużnych oraz wspierającej linii kredytowej.

W programie sekurytyzacji niezbędnym elementem są umowy programu, które stanowią efekt pracy kancelarii prawnej, banku i firmy AAA S.A. Pakiet umów regulujących funkcjonowanie Programu Sekurytyzacji prezentuje tabela 1.

Specyficzny w programie sekurytyzacji wymóg dotyczący uwolnienia się od ryzyka związanego z działalnością gospodarczą inicjatora, którym jest spółka AAA S.A., wymaga utworzenia nowej spółki prawa handlowego. W sferze sekurytyzacji nowoutworzona spółka, nazwana spółką specjalnego przeznaczenia (SPV), zarejestrowana zostanie pod nazwą AAA HM Spółka z ograniczoną odpowiedzialnością. AAA HM Sp. z o.o. będzie nabywcą należności od producenta węgla (AAA S.A.) i emitentem papierów zabezpieczonych.

Warunkiem sprawnego funkcjonowania programu sekurytyzacji zapewniają procedury związane ze sporządzeniem umów przelewu wierzytelności, emisjami i wykupem obligacji, kontrolą płynności, raportowaniem, przetwarzaniem i archiwizacją danych oraz księgowaniem operacji programu. Wymaga to intensywnych prac związanych z opracowaniem procedur i osiągnięciem poziomu gotowości przed pierwszymi operacjami sekurytyzacyjnymi.

TABELA 1

Umowy Programu Sekurytyzacji i strony w poszczególnych umowach

TABLE 1

Contracts of securitization program

| Nazwa umowy | Uczestnicy umów | | |
|---|-----------------|-----|------|
| | AAA S.A. | SPV | BANK |
| Umowa Emisji Obligacji | X | | X |
| Umowa Programu Sekurytyzacji Wierzytelności | X | X | |
| Umowa o Administrowanie Programem Sekurytyzacji | | X | X |
| Umowa o Zarządzanie Przedsiębiorstwem SPV | X | X | |
| Umowa Krótkoterminowego Kredytu Odnawialnego | | X | X |
| Umowa o Administrowanie Zastawem Rejestrowym | | X | X |
| Umowa Zastawu Rejestrowego | | X | X |
| Umowa Podporządkowania | X | X | X |

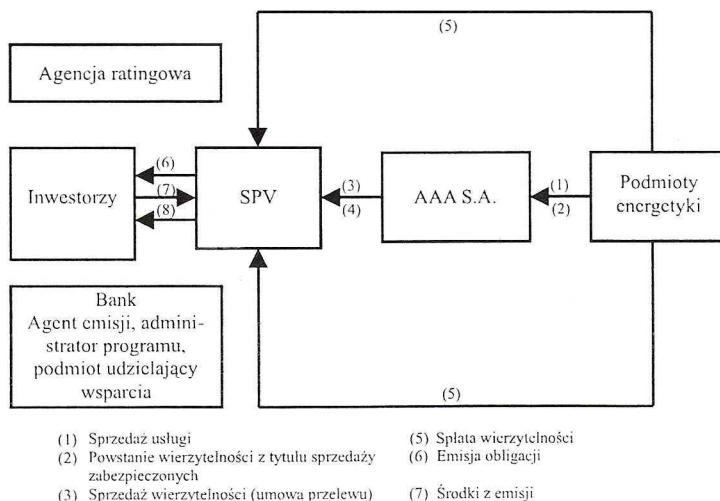
Przewidywana skala Programu Sekurytyzacji i związana z tym olbrzymia liczba dokumentów wymusza konieczność stworzenia i wdrożenia narzędzi, które zapewnić mają szybkie i pewne przenoszenie dokumentów drogą elektroniczną pomiędzy AAA S.A. a Special Purpose Vehicle. Dodatkowo, potrzeby informacyjne wymagają elastycznego systemu, w którym istnieje łatwy dostęp do danych z zachowaniem odpowiedniej jego wydajności. Korzystając z dotychczasowych doświadczeń rozwiązań informatycznych w procesie sekurytyzacji (Czyżewski, Mazurkiewicz 2001), istnieje możliwość stworzenia aplikacji opierających się na interfejsach Microsoft Access i wsparciu tego o serwer bazy danych z motorem Microsoft SQL Server.

Pojęcie „program sekurytyzacji” swoje źródło znajduje w szeregu czynności, których efektem jest zamiana aktywów na papiery wartościowe. Kluczowe wątki Programu Sekurytyzacji obejmują:

- dołożenie wszelkich starań do uruchomienia gwarancji nabycia papierów dłużnych oraz wspierającej linii kredytowej,
- przelew wierzytelności od inicjatora do SPV (umowa przelewu),
- emisja obligacji przez SPV,
- zapłata za wierzytelności ze środków pozyskanych z emisji,
- gromadzenie środków wpływających tytułem będących w posiadaniu SPV wierzytelności,
- wykup obligacji.

Schematyczny obraz funkcjonowania Programu w spółce AAA S.A. oraz działania podejmowane w ramach umów przelewu prezentuje rysunek 1.

Właściwe rozpoczęcie Programu Sekurytyzacji następuje wraz z pierwszą umową przelewu, natomiast zakończenie z datą wykupu ostatniej transzy.



Rys. 1. Przykładowy schemat transakcji sekurytyzacji dla AAA S.A.

Fig. 1. Scheme of securitization for AAA S.A. company

Zgodnie z umowami Programu, emisja papierów dłużnych opiera się na Ustawie o obligacjach z 1995 roku (Ustawa z dnia 29 czerwca 1995 r. o obligacjach). Obligacje mogą być emitowane jako dyskontowe, na okres trzech miesięcy, a ich rentowność uzależnia się od średniej stopy WIBOR 3M w dniach poprzedzających emisję. Emisja może mieć charakter niepubliczny, co z jednej strony ograniczy krąg potencjalnych odbiorców, z drugiej jednak obniży koszty. Środki uzyskane z emisji przeznaczone będą na zapłatę za przelane wierzytelności lub na wykup zapadających transz.

Na tym etapie transakcji ustalone będą zabezpieczenia Programu, między innymi w formie utrzymywania stałej wartości środków na rachunku bieżącym na wypadek postawienia pewnej ilości papierów do wykupu przed terminem ich zapadalności, zasady gromadzenia środków w miarę spłaty długu przez podmioty energetyki zawodowej, dokonywania transferów na rachunek inicjatora oraz inwestorów, możliwości uzyskania dodatkowych korzyści finansowych w wyniku lokowania bieżących nadwyżek pieniężnych.

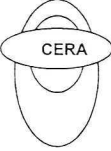
Umowy Programu Sekurytyzacji ściśle określają minimalną wartość zabezpieczenia oraz jego jakość, związaną z przeterminowaniem oraz dywersyfikacją. Wierzytelności, które stanowiły zabezpieczenie emitowanych obligacji określa się w umowach jako Portfel Główny. Administrator Programu, którym jest Bank sprawuje nad nimi szczególną kontrolę, co wiąże się np. z cotygodniowym raportem o ich zmianach (Czyżewski, Mazurkiewicz 2001).

Wartość Portfela Głównego powinna przekraczać wartość wyemitowanych obligacji. Wysokość przekroczenia, zwaną nadzabezpieczeniem, ustala się w umowach programu i w zależności od warunków rynkowych oraz jakości wszystkich wierzytelności w portfelu SPV, może ona zmienić się w czasie. Przykładowo na dzień podpisania umów parametr nadzabezpieczenia równy jest 20, co oznacza, że wartość wyemitowanych i niewykupionych obligacji nie może przekroczyć 80% wartości Portfela Głównego. Dodatkowe zabezpieczenie emisji zapewnia bank poprzez gwarancję nabycia tzw. underwriting oraz wspierającą linię kredytową.

Wysokość zabezpieczeń można określić np. na maksymalnie 50% wyemitowanych i niewykupionych obligacji, jednak w trakcie trwania programu nie musi wystąpić konieczność ich wykorzystania. Zabezpieczenia — zarówno wewnętrzne, stanowiące opisane powyżej nadzabezpieczenie, jak i zewnętrzne — udzielone przez bank, określone precyzyjnie w umowach programu gwarantują bezpieczeństwo inwestycji dokonywanej przez obligatariuszy.

Uzyskanie przez SPV ratingu oceniającego poziom bezpieczeństwa w zakresie emisji krótkoterminowych papierów dłużnych jest jednym z wymogów Banku, jak również środkiem decydującym o korzystnym oprocentowaniu obligacji. Rating przyznaje Środkowo-europejskie Centrum Ratingu i Analiz CERA — obecnie Fitch Polska S.A. Przykładowy, skrócony schemat raportu dla AAA HM Sp. z o.o. przedstawia rysunek 2.

Rating ma fundamentalne znaczenie dla niektórych grup inwestorów. Gwarantuje on z założenia niezależną analizę i dzięki temu obiektywną ocenę emitowanych papierów wartościowych. Cofnięcie ratingu wiąże się zwykle z koniecznością podwyższenia rentowności papierów wartościowych i problemami ze znalezieniem nabywców na kolejne transze.

| | | | |
|--|---|--|--------------|
|  | | RAPORT KREDYTOWY AAA – HM SP z o.o. | Miesiąc, rok |
| <p>CERA przyznaje rating CP-1* dla krótkoterminowych obligacji emitowanych w seriach przez AAA – HM Sp. z o.o. w ramach programu sekurytyzacji wierzytelności spółki AAA S.A. o maksymalnej wartości XXX mln zł.</p> | | | |
| Główne elementy transakcji: | | | |
| Emitent i Spółka Specjalnego Przeznaczenia (SPV) | AAA – HM Sp. z o.o. | | |
| Inicjator transakcji | AAA S.A. | | |
| Serwisier | AAA S.A. | | |
| Administrator programu | Bank | | |
| Agent, Dealer, Depozytariusz | Bank | | |
| Administrator zastawu | Bank | | |
| Oferowane papiery dłużne | Obligacje dyskontowe o zapadalności nie dłuższe niż XX tygodni | | |
| Początek programu emisji | miesiąc, rok | | |
| Maksymalna wartość programu | XXX mln zł | | |
| Długość programu emisji | X lata | | |
| Sekurytyzowane aktywa | Wierzytelności handlowe AAA S.A. wobec odbiorców węgla | | |
| Konstrukcja prawna | Sprzedaż wierzytelności handlowych AAA S.A. Spółce Specjalnego Przeznaczenia AAA – HM Sp. z o.o. | | |
| Wewnętrzne wsparcie kredytowe | Wartość nominalna wyemitowanych i niewykupionych obligacji jest o 20% mniejsza od wartości wierzytelności stanowiących za zabezpieczenia obligacji oraz gotówki posia danej przez SPV | | |
| Zewnętrzne wsparcie kredytowo - płynnościowe | Wspierająca linia kredytowa w wysokości XX mln zł udzielona przez Bank | | |

* Najniższy stopień ryzyka

Rys. 2. Raport kredytowy dla AAA — HM Sp z o.o.

Fig. 2. A Credit's raport for AAA — HM Sp z o.o company

Program sekurytyzacji, obłożony wieloma warunkami dla utrzymania wysokiego poziomu bezpieczeństwa wiąże się ze szczegółową sprawozdawczością określona umowami programu. Schemat raportów do banku przedstawia tabela 2.

Zmieniające się stopy procentowe, powodują, że poszczególne transze, a także koszty związane z pozyskaniem środków, będą różnić się między sobą. Roczna rentowność emitowanych obligacji ustalana jest w miesiącu emisji.

Na koszt kapitału z sekurytyzacji składają się trzy zasadnicze elementy:

- 1) wydatki związane z przygotowaniem programu: opłaty dla banku, kancelarii prawnej, agencji ratingowej i organizatora. Wydatki te mogą być potraktowane jako inwestycja amortyzowana przez czas trwania programu,
- 2) bieżące koszty eksploatacji programu — opłaty stałe i zmienne ponoszone na rzecz różnych uczestników programu,
- 3) oprocentowania emitowanych obligacji.

TABELA 2

Schemat raportów do banku

TABLE 2

A scheme of reports to a bank

| Nazwa | Opis — wybrany zakres danych | Częstość | Termin |
|---------------------------------------|--|-------------|---------------------------------------|
| Raport 1 (stan na koniec tygodnia) | Informacja o środkach na rachunku, wartości Portfela Głównego, wierzytelnościach przeterminowanych | tygodniowy | poniedziałek, godzina X (np. 12) |
| Raport 2 (wynik w danym miesiącu) | Informacja o zmianach Portfela Głównego w ciągu miesiąca, struktura przeterminowania, koncentracja | miesięczny | X (np. 5) dni po zakończeniu miesiąca |
| Raport 3 | Lista wierzytelności w posiadaniu SPV | okazjonalny | X (np. 3) dni przed emisją |
| Raport 4 | Błędne płatności | tygodniowy | poniedziałek godzina X (np. 12) |

Obowiązuje zasada, że im lepiej przygotowany program, tym wyższą może uzyskać ocenę od agencji ratingowej, a tym samym niższe mogą być wymagane odsetki pożyczonego kapitału w formie obligacji.

Koszt związany z wyemitowanymi obligacjami (koszt pozyskania kapitału przez SPV) po uwzględnieniu dodatkowo prowizji Banku jako Dealera, Agenta Płatniczego i Depozytariusza będzie się kształtował na poziomie stopy WIBOR 3M plus około 1% dla programów powyżej 100 mln zł. Obligacje stanowią instrument o charakterze dyskontowym, a więc SPV otrzyma w wyniku emisji środki w wysokości wartości nominalnej pomniejszonej o dyskonto. Ostateczny koszt zależeć będzie od skali programu, przyznanego ratingu i sytuacji na rynku obligacji.

Podsumowanie

W artykule przedstawiono analizę możliwości wykorzystania sekurytyzacji aktywów w sektorze węgla kamiennego wraz z opracowaniem programu dla spółki węglowej. Zdefiniowano instrument sekurytyzacji — jako innowacyjnej techniki pozyskiwania kapitału zarówno na działalność bieżącą, jak i inwestycyjną.

Praca dofinansowana przez MNiI — prace statutowe: 11.11.100.856.

LITERATURA

Bąk P., Magda R., Woźny T., 2006 — Wpływ sekurytyzacji aktywów na kształtowanie się wybranych wskaźników finansowych. Gosp. Sur. Min. t. 22, z. 1.

- Czyżewski R., Mazurkiewicz A., 2001 — Program sekurytyzacji — przykład Pharmagu S.A. w Gdańsku.
- Janik W., 2001 — Analiza płynności finansowej przedsiębiorstwa. Doradca Podatnika nr 18.
- Jaroński P., 2000 — Nowe instrumenty na rynku finansowym — sekurytyzacja. Gazeta Prawna nr 71.
- Ludwicki K., 2003 — Nowoczesne techniki finansowania przedsiębiorstwa INFOR. Dodatek do Serwisu FK nr 28—29, 26.04.2003.
- Sierpińska M., 2005 — Sekurytyzacja aktywów — możliwości jej zastosowania w górnictwie węgla kamiennego. Wiadomości Górnicze 4.
- Sierpińska M., Wędzki D., 1999 — Zarządzanie płynnością finansową w przedsiębiorstwie. PWN, Warszawa.
- Ustawa z dnia 29 czerwca 1995 roku o obligacjach.

PATRYCJA BĄK, ROMAN MAGDA, TADEUSZ WOŹNY

ANALYSIS OF POSSIBILITIES OF SECURITIZATION IN COAL MINING INDUSTRY

Key words

Coal mining industry, securitization, Special Purpose Vehicle, coal mining company

Abstract

The analysis of securitisation's possibilities in coal mining industry is presented. Securitization is a new source of financing on capital market.